

RINGKASAN

I Made Surya Negara Sudirman, Program Doktor Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga, Surabaya, 9 Mei 2018. ***Disposition Effect Investor Pada Pengambilan Keputusan Investasi: Penjelasan Regret Regulation Dan Regulatory Focus.***

Promotor : Prof. Drs. Basuki, M.Com(HONS)., Ph.D., Ak, CA, CMA

Ko-Promotor : Dr. Andry Irwanto, Drs., MBA., Ak, CA, CMA

Disposition effect merupakan kecenderungan investor menjual lebih dini saham-saham yang berkinerja superior, dan menahan terlalu lama saham-saham yang berkinerja inferior (Shefrin dan Statman, 1985). *Disposition effect* menjadi fenomena yang diteliti secara luas karena fenomena tersebut berdampak pada hilangnya keuntungan potensial yang dapat diperoleh investor saat harga saham masih mengalami kenaikan, dan semakin besarnya potensi kerugian yang akan diderita investor saat harga saham terus menerus mengalami penurunan. Berbagai penjelasan berbeda ditawarkan oleh para peneliti sebelumnya, namun hingga saat ini masih menyisakan beberapa pertanyaan yang belum terjawab.

Teori prospek (Kahneman dan Tversky, 1979) dan teori penyesalan (Loomes dan Sugden, 1982; Bell, 1982) merupakan dua teori yang paling banyak digunakan oleh para peneliti untuk menjelaskan fenomena *disposition effect*. Teori prospek memberi penjelasan berdasarkan konsep *loss aversion*, sedangkan teori penyesalan memberi penjelasan berdasarkan konsep antisipasi penyesalan. *Loss aversion* membuat investor menjual terlalu dini saham-saham yang berkinerja superior, dan *loss aversion* membuat investor menahan terlalu lama saham-saham yang berkinerja inferior. Antisipasi penyesalan membuat investor menjual terlalu dini saham-saham yang berkinerja superior dan antisipasi penyesalan membuat investor menahan terlalu lama saham-saham berkinerja inferior. Meskipun kedua teori tersebut cukup baik dalam menjelaskan *disposition effect*, namun kedua teori tersebut sama-sama memiliki kelemahan, sehingga menyisakan beberapa pertanyaan yang belum terjawab. Teori prospek dan teori penyesalan, gagal menjawab beberapa pertanyaan, antara lain: kondisi apa yang menentukan investor menjual lebih dini saham-saham berkinerja superior? Apakah setiap kenaikan harga selalu direspon investor dengan keputusan menjual saham superior yang dimiliki? Kondisi apa yang menentukan investor menahan terlalu lama saham-saham berkinerja inferior? Apakah investor masih bersedia menahan saham-saham inferior saat penurunan harga terus menerus terjadi, sehingga berkonsekuensi pada kerugian yang semakin besar? (Sudirman, *et. al.* 2017)

Untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan tersebut, maka model teoritis dalam penelitian ini dibangun dengan mempertimbangkan: faktor fokus regulasi, tingkat *gain*, tingkat *loss* dan tingkat volatilitas harga saham. Model penelitian ini dibangun berdasarkan *Regret Theory* (Loomes dan Sugden, 1982; Bell, 1982); *Regret Regulation Theory* (Zeelenberg dan Pieters, 2007; Pieters dan Zeelenberg, 2007); *Regulatory-Focus Theory* (Higgins, 1997; 1998) dan beberapa hipotesis,

antara lain: *Leverage Effect Hypothesis* (Black, 1976; Christie, 1982); *Volatility Feedback Hypothesis* (Pindyck, 1984; French *et al.* 1987). Dalam penelitian ini dibangun dua model, yaitu model 1 dan model 2. Model 1 merupakan model yang menjelaskan efek utama dan efek interaksi antar variabel yang berkonsekuensi pada *disposition effect* dalam domain *gain*. Model 2 merupakan model yang menjelaskan efek utama dan efek interaksi antar variabel yang berkonsekuensi pada *disposition effect* dalam domain *loss*.

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *true experimental*, yang dilaksanakan di laboratorium, dengan desain faktorial campuran $2 \times 2 \times 2$ untuk masing-masing model, model 1 dan model 2. Desain faktorial campuran dalam penelitian ini terdiri dari satu faktor *between subject* dan dua faktor *within subject*. Model 1 terdiri dari: faktor fokus regulasi sebagai faktor *between subject*, dan faktor tingkat *gain* dan tingkat volatilitas sebagai faktor *within subject*. Model 2 terdiri dari: faktor fokus regulasi sebagai faktor *between subject*, dan faktor tingkat *loss* dan tingkat volatilitas sebagai faktor *within subject*. Sampel dalam penelitian berjumlah 60 orang partisipan untuk masing-masing model yang ini dipilih dengan metode *simple random sampling*, dengan sebelumnya menetapkan *target population* dan *accesible population*. Analisis data dalam penelitian ini menggunakan *mixed three way anova* ANOVA, yang merupakan ANOVA model kompleks untuk menganalisis model yang terdiri dari satu *between factor* dan dua *within factors*. *Post hoc test* dalam penelitian ini dilakukan menggunakan *Bonferroni Test*.

Hasil penelitian ini menunjukkan faktor fokus regulasi, tingkat *gain*, tingkat *loss*, dan tingkat volatilitas, berpengaruh terhadap perbedaan tingkat *disposition effect* investor. Efek utama faktor fokus regulasi, tingkat *gain* dan tingkat volatilitas menunjukkan ketiga faktor tersebut signifikan menentukan tingkat *disposition effect* dalam domain *gain*. Efek utama faktor fokus regulasi, tingkat *loss* dan tingkat volatilitas menunjukkan ketiga faktor tersebut signifikan menentukan tingkat *disposition effect* dalam domain *loss*. Secara individual, faktor tingkat *gain* dan tingkat *loss* merupakan faktor utama yang paling besar dapat menjelaskan variabilitas *disposition effect*.

Efek interaksi tiga arah antara jenis fokus regulasi, tingkat *gain*, dan tingkat volatilitas memunculkan efek yang unik pada model 1. Efek interaksi yang unik pada model 1 menjelaskan bahwa investor fokus promosi cenderung memilih opsi berisiko, saat tingkat *gain* rendah dan tingkat volatilitas rendah yang berkonsekuensi pada menurunnya *disposition effect*. Sebaliknya, saat tingkat *gain* tinggi dan tingkat volatilitas tinggi, investor fokus promosi cenderung memilih opsi tidak berisiko, yang berkonsekuensi pada meningkatnya *disposition effect*. Efek interaksi yang unik pada model 1 juga menjelaskan bahwa investor fokus pencegahan lebih rentan terhadap *disposition effect* dari pada investor fokus promosi, saat tingkat *gain* kecil dan tingkat volatilitas rendah. Sebaliknya, saat tingkat *gain* besar dan tingkat volatilitas tinggi, investor fokus promosi lebih rentan terhadap *disposition effect* daripada investor fokus pencegahan.

Efek interaksi tiga arah antara jenis fokus regulasi, tingkat *loss*, dan tingkat volatilitas memunculkan efek yang unik pada model 2. Efek interaksi yang unik pada model 2 menjelaskan bahwa investor fokus pencegahan cenderung memilih

opsi berisiko saat tingkat *loss* rendah dan tingkat volatilitas rendah yang berkonsekuensi pada meningkatnya *disposition effect*. Sebaliknya, saat tingkat *loss* tinggi dan tingkat volatilitas tinggi, investor fokus pencegahan memilih opsi tidak berisiko, yang berkonsekuensi pada menurunnya *disposition effect*. Efek interaksi yang unik pada model 2 juga menjelaskan bahwa investor fokus pencegahan lebih rentan terhadap *disposition effect* dari pada investor fokus promosi, saat tingkat *loss* kecil dan tingkat volatilitas rendah. Sebaliknya, saat tingkat *loss* besar dan tingkat volatilitas tinggi, investor fokus promosi lebih rentan terhadap *disposition effect* daripada investor fokus pencegahan. Hasil penelitian ini memberi penjelasan yang lebih mutakhir tentang *disposition effect*, dengan menjawab pertanyaan-pertanyaan yang belum terjawab dalam penjelasan teoritis para peneliti sebelumnya.

Disamping memberikan penjelasan teoritis yang lebih mutakhir daripada penelitian-penelitian sebelumnya tentang penyebab *disposition effect*, penelitian ini juga memiliki implikasi teoritis pada paradigma baru tentang preferensi risiko sebagai taktik. Dalam keuangan konvensional yang berbasis *expected utility theory*, preferensi risiko dipandang sebagai *trait*, dan setiap investor diasumsikan bersifat *risk aversion*. Dalam keuangan perilaku berbasis teori prospek, risiko dipandang sebagai *trait* yang ditentukan oleh prospek. Teori prospek menyatakan dalam prospek menguntungkan atau domain *gain* investor bersifat *risk aversion*, sedangkan dalam prospek merugikan domain *loss* investor bersifat *risk seeker*. Dalam model teoritis penelitian ini yang berbasis *Regret Theory*, *Regret Regulation Theory*, *Regulatory Focus Theory* dan beberapa hipotesis, antara lain: *Leverage Effect Hypothesis* dan *Volatility Feedback Hypothesis*, preferensi risiko dipandang sebagai taktik. Dimana dalam domain *gain* maupun domain *loss*, investor bisa memilih taktik *risk aversion* dan *risk seeker*, tergantung pada jenis fokus regulasi yang dimiliki dan kondisi yang dihadapi. Investor fokus promosi memiliki *regulatory fit* pada domain *gain*, cenderung melakukan antisipasi penyesalan dengan memilih taktik *risk seeker*, saat keuntungan yang diharapkan belum tercapai. Sebaliknya, investor fokus promosi cenderung melakukan antisipasi penyesalan dengan memilih taktik *risk aversion*, saat keuntungan yang diharapkan sudah tercapai. Investor fokus pencegahan memiliki *regulatory fit* pada domain *loss*, cenderung melakukan antisipasi penyesalan dengan memilih taktik *risk seeker*, saat kerugian yang dididerita masih bisa ditoleransi. Sebaliknya, investor fokus pencegahan cenderung melakukan antisipasi penyesalan dengan memilih taktik *risk aversion*, saat kerugian yang dididerita tidak bisa lagi ditoleransi.

Penjelasan yang mutakhir terkait fenomena *disposition effect* dan paradigma baru terkait preferensi risiko, merupakan kontribusi kebaruan utama dalam penelitian ini. Kebaruan dalam penelitian ini diharapkan berkontribusi bagi pengembangan ilmu *behavioral finance*, pengembangan *best practice* bagi para praktisi pasar modal, dan sebagai dasar pertimbangan bagi regulator pasar modal dalam merumuskan kebijakan.

Kata kunci: *disposition effect*, teori fokus regulasi, teori regulasi penyesalan, teori penyesalan